


DARIUSZ ZARZECKI
redaktor naukowy

ZARZĄDZANIE FINANSAMI

cele - organizacja - narzędzia

Tom I

 Fundacja Rozwoju
Rachunkowości
w Polsce



FUNDACJA ROZWOJU RACHUNKOWOŚCI W POLSCE
UNIWERSYTET SZCZECIŃSKI
WYDZIAŁ NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA

ZARZĄDZANIE FINANSAMI

cele - organizacja - narzędzia

Tom I

Materiały z międzynarodowej konferencji naukowej
Kołobrzeg, 31 maja – 2 czerwca 2001 r.

Redaktor naukowy
Dariusz Zarzecki



fri
Fundacja Rozwoju
Rachunkowości
w Polsce

Warszawa 2001

Referaty opublikowano zgodnie z oryginałami dostarczonymi przez Autorów.
Wydawca nie ponosi odpowiedzialności za treść, formę i styl artykułów.

Wydano nakładem: Fundacji Rozwoju Rachunkowości w Polsce
00-002 Warszawa, ul. Świętokrzyska 20

For this edition © copyright by Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
All rights reserved - wszelkie prawa zastrzeżone, 2001

Recenzenci

prof. Lech Bednarski
prof. Jan Duraj
prof. Stanisław Flejterski

Redaktor naukowy
Dariusz Zarzecki

Skład komputerowy, korekta techniczna, projekt okładki, druk i oprawa:

KAMPOL

DRUKARNIA - INTROLIGATORNIA

ul. Felczaka 17, 71-417 Szczecin, tel./fax (091) 422 17 31

e-mail: biuro@kampol-drukarnia.pl

Warszawa 2001, wydanie I

ISBN: 83-86543-39-6

SPIS TREŚCI

Słowo wstępne	9
 CELE FINANSOWE ORGANIZACJI GOSPODARCZYCH (W TYM KREOWANIE WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY)	
Joanna Duda – Perspektywy poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw polskich w świetle przeprowadzonych badań ankietowych	15
Agnieszka Natasza Duraj – Pojęcie polityki dywidendy	27
Renata Dylkiewicz, Jerzy Rembeza – Krótkookresowa i długookresowa integracja cen akcji	39
Marcin Dymnicki, Marta Persak – Zagadka premii rynkowej za inwestowanie w akcje	49
Danuta Dziawgo – Kluby inwestycyjne na rynku kapitałowym	61
Wiesław Janik – Kontrola kosztów jako narzędzie zarządzania wartością przedsiębiorstwa	75
Stanisław Kasiewicz – Wartość klienta w sektorze banków komercyjnych	87
Bartosz Kołodziejczyk – System zapewniania jakości – koszty i korzyści w świetle wymagań normy jakości ISO 9000-2000	103
Katarzyna Kozioł – Spełnienie przez Polskę kryteriów ekonomicznych przed przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej	115
Barbara Kryk – Rachunek kosztów ochrony środowiska w przedsiębiorstwie	129

Robert Kurek – Ekonomiczne znaczenie sektora ubezpieczeń gospodarczych w Polsce	143
Paweł Markowski – Rola controllingu podatkowego w kreowaniu wartości dla akcjonariuszy	155
Grzegorz Mielcarek – Rynki nowoczesnych technologii – cechy charakterystyczne i kierunki rozwoju	165
Robert Piechota – Pomiar wartości tworzonej przez proces na podstawie parametru Activity Based EVA	177
Joanna Pioch – Corporate Governance w teorii i praktyce	185
Halina Zadora – Wpływ koniunktury gospodarczej na zachowania i finanse małych przedsiębiorstw	195

ORGANIZACJA ZARZĄDZANIA FINANSAMI

Mieczysław Adamowicz, Marek Raczkowski – Agencja modernizacji i restrukturyzacji Rolnictwa jako kluczowa instytucja finansująca rozwój wsi i rolnictwa	215
Paweł Cabala – Usytuowanie controllingu w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa	227
Slavko Dragić – Wpływ nowoczesnych systemów informacyjnych na zarządzanie finansami oraz innymi zasobami przedsiębiorstwa	237
Eliza Frejtag-Mika, Grażyna Kozuń-Cieślak – Instrumenty rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami gminy	247
Sylwester Głowacki – Zarządzanie należnościami	259
Eugeniusz Gostomski – Fundusze nieruchomości jako instrument rozwoju rynku finansowego	269

Magdalena Jerzemowska – Niemiecki model nadzoru korporacyjnego	281
Agnieszka Piechocka-Kaluźna – Zarządzanie finansami wspólnot mieszkaniowych	293
Radosław Kaluźny – Rezerwy celowe banku komercyjnego jako przejaw stosowania zasady ostrożnej wyceny w rachunkowości	305
Krzysztof Leja – Zarządzanie finansami jako element strategii instytucji akademickiej	313
Grażyna Maniak – Rola zarządzania zasobami ludzkimi w procesie przeprowadzania zmian organizacyjnych	323
Krzysztof Markowski – Zarządzanie finansami gminy w aspekcie inwestycji komunalnych w polsce w latach 1996-1999	335
Joanna Senyszyn, Jarosław Szczukowski – Racjonalizacja zarządzania finansami gospodarstw domowych na podstawie analizy kosztów okołokonsumpcyjnych	349

Paweł Stępień, Tomasz Strąk – Wycena przedsiębiorstwa państwowego dla potrzeb prywatyzacji bezpośredniej	357
---	-----

FUZJE, PRZEJĘCIA, RESTRUKTURYZACJE

Katarzyna Bartusik, Andrzej Kozina – Planowanie negocjacji w zakresie fuzji firm	375
Jerzy Czupiał – Przejęcia, nowe przedsięwzięcia wewnętrznej joint ventures jako formy restrukturyzacji przedsiębiorstw	395
Marek Gruszczyński – Firma jako cel przejęcia. Charakterystyka na podstawie badań metodami mikroekonometrii	403
Ludwik Habuda – Strategia przetrwania w procesie restrukturyzacji gospodarki na przykładzie energetyki	417

Agnieszka Herdan – Globalny efekt synergii jako sposób pomiaru efektywności fuzji	431
Barbara Karcz – Formy konsolidacji systemu bankowego w Polsce na przykładzie banków komercyjnych	443
Zbigniew Olesiński, Katarzyna Rogalińska – Znaczenie zarządzania finansami w kształtowaniu strategii restrukturyzacji przedsiębiorstwa	453
Wojciech Romanowicz – Mierzenie zmian efektywności funkcjonowania banków w wyniku konsolidacji	463
Andrzej Rutkowski – Stopy wymiany akcji w rachunku efektywności fuzji i przejęć	477
Anna Rychły-Lipińska – Fuzje firm a efekty wynikające z ich działalności	493

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

Waldemar Aspadarec – Warrant na 52-tygodniowy bon skarbowy - instrument dający możliwości wykorzystania zmian stóp procentowych	507
Tomasz Bernat – Kompleksowe zabezpieczenie ryzyka na przykładzie ryzyka utraty majątku firmy	517
Katarzyna Byrka-Kita – Współczynnik beta (β) jako miara ryzyka rynkowego	527
Magdalena Kalasińska – Niektóre problemy wykorzystania sekurytyzacji w zarządzaniu ryzykiem płynności finansowej w banku	539
Julia Koralun – Wybór strategii kursu złotego w procesie europejskiej integracji walutowej	553

Dorota Kornacka – Wybrane aspekty transferu i dyfuzji technologii	565
Karolina Kozłowska-Nalewaj – Instrumenty finansowe stanowiące przedmiot inwestycji instytucji ubezpieczeń osobowo-majątkowych na tle przepisów prawnych	577
Wiesław Pluta – Analiza ryzyka w planowaniu finansowym	591
Andrzej Szopa – Ryzyko walutowe a kondycja finansowa przedsiębiorstw	599
Waldemar Tarczyński – Instrumenty pochodne i ich ryzyko	607

25. Propozycje do zmian: *Zasad hurtowego obrotu energią elektryczną w krajowym systemie elektroenergetycznym na rok 1995 na rok 1996*, Warszawa (mat. powielony).
26. Skoń B., Winnicki L.: *Uwarunkowania bankowo-rynkowe finansowania wielkich przedsięwzięć o charakterze infrastrukturalnym po roku 1990 na przykładzie Elektrowni „Opole”*. W: *Rola Elektrowni „Opole” SA w krajowym systemie elektroenergetycznym*. Opole. 1996.
27. Szablewski A. T.: *Koncepcja i problemy wdrażania reform w energetyce polskiej*. W: Jasiński P., Szablewski A. T., Yarro G. W: *Konkurencja i regulacja w przemyśle energetycznym. Brytyjskie doświadczenia i polskie problemy*. Warszawa 1995.
28. Wielgo P.: *Prąd na giełdę*. „Gazeta Wyborcza”, 22 czerwca 1999.
29. Wnuk-Lipiński E.: *Reforma, rewolucja, restauracja – trzy cechy transformacji postkomunistycznej*. W: Jasińska-Kania A., Słomczyński K. M. [red.]: *Władza i struktura społeczna*. IFiS PAN, Warszawa 1999.

Ludwik Habuda
Politechnika Opolska

Streszczenie

Restrukturyzacja energetyki to część ogólniejszego procesu transformacji polskiej gospodarki. Autor rozważania swe ogranicza do przedstawienia obronnej strategii opóźniania i hamowania i hamowania reform. Strategia ta zdaje się łączyć redefiniujące swe grupowe interesy sektorowego lobby złożonego z menedżerów i obawiających się redukcji załóg. Wsparcie przez polityków całkiem skutecznie hamuje tempo zmian.

DEFENDED STRATEGY IN THE PROCESS OF RESTRUCTURING OF THE POWER INDUSTRY IN POLAND

Summary

Restructuring of the power industry is a part of the transformation of Polish economy. In the article the author discusses the mechanisms of the defended strategy and delaying reforms in the sector by both managers and employees. This lobbying, tolerated and even supported by politicians and society, has effectively delayed and resisted reforms for many years.

ZARZĄDZANIE FINANSAMI

CELE – ORGANIZACJA – NARZĘDZIA

AGNIESZKA HERDAN

GLOBALNY EFEKT SYNERGII JAKO SPOŚÓB POMIARU EFEKTYWNOŚCI FUZJI

1. Wprowadzenie

Wiek XX to okres przemian społecznych, politycznych oraz szybkiego postępu technologicznego. Dynamiczny rozwój rynków finansowych, znoszenie barier w przepływie kapitałów, usług oraz siły roboczej ma niewątpliwie bardzo istotny wpływ na proces ewolucji przedsiębiorstw. Nasilenie się w ostatnich latach procesów globalizacyjnych sprawia, że coraz częściej podmioty gospodarcze podejmują działania integracyjne mające na celu osiągnięcie wyższych zysków, a w konsekwencji maksymalizację stopy zwrotu z kapitału za-inwestowanego w przedsiębiorstwach. Połączenia przedsiębiorstw będące efektem rosnącej konkurencji oraz zmieniających się warunków gospodarowania stają się motorem rozwoju ekonomicznego.

Dla akcjonariuszy/udziałowców, którzy są dostarczycielami kapitału, najistotniejszą kwestią jest otrzymanie odpowiedzi na pytanie, czy w wyniku fuzji zwiększy się produktywność nowopowstałej jednostki i czy spowoduje to wzrost ich bogactwa.

Podstawowym założeniem, na jakim opierają się decyzje o przystąpieniu do fuzji, jest dążenie do osiągnięcia nowego lub wzmocnionego efektu w stosunku do tych, które byłyby uzyskane przez jednostki działające oddzielnie.

Ponieważ procesy łączenia się przedsiębiorstw stają się trwałą cechą globalnej gospodarki, należy zadać sobie pytanie czy możliwy jest pomiar efektów tych zjawisk, a jeśli jest tak, to w jaki sposób należy go dokonać.

2. Pojęcie efektu synergii

Termin synergia w większości przypadków kojarzony jest z fizyką, czy też chemią i odnosi się on do takiego typu reakcji, w wyniku której w następ-

GSEn – Globalny Efekt Synergii w okresie n,
 Wppfn – wartość przedsiębiorstwa powstałego w wyniku fuzji/połączenia w okresie n,
 Wpppk – suma wartości łączących się firm przed połączeniem w okresie k,
 n – okresy po połączeniu,
 k – okresy przed połączeniem.

Jak wynika z powyższego wzoru na Globalny Efekt Synergii ma wpływ zarówno prawidłowość wyceny przedsiębiorstwa połączonego, jak i rzetelna wycena przedsiębiorstw przed połączeniem. W związku z tym konieczne jest zapoznanie się z metodami wyceny jakie mogą być wykorzystane, łącznie z podaniem ich pozytywnych i negatywnych cech. Wskazuje to na skalę ryzyka towarzyszącego wykorzystaniu poszczególnych metod wyceny i może istotnie zniekształcić pomiar GES.

Z pośród wielu metod wyceny w dalszych rozważaniach przedstawiono tylko te, które są najczęściej wykorzystywanych przez łączące się podmioty.

4. Metody wyceny podmiotów, które podjęły decyzję o połączeniu

4.1. Metody wyceny oparte na wartości rynkowej

Metody wyceny oparte na wartości rynkowej opierają się relacjach ekonomicznych (wskaznikach, mnożnikach) wynikających z powtarzających się transakcji kupna-sprzedaży całości lub części (akcji/udziałów) przedsiębiorstw na rynku kapitałowym³. Czynnikiem odgrywającym najistotniejszą rolę w przypadku stosowania wyceny rynkowej jest fakt czy dany podmiot jest notowany na giełdzie. W tym przypadku cena rynkowa jest bezpośrednio określana przez wartość akcji w danym momencie czasu.

Najbardziej powszechnie stosowaną metodą wyceny opartej na wartości rynkowej jest metoda wyceny giełdowej. Polega ona na zsumowaniu rynkowej wartości wszystkich papierów wartościowych wyemitowanych przez wyceniany podmiot. Zjawisko to jest określane mianem kapitalizacji⁴. Zaletą stosowania tej metody jest możliwość szybkiego ustalenia wartości przedsiębiorstwa. Możliwość jej wykorzystania jej tylko do spółek giełdowych może sprawiać

³ Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, praca zbiorowa pod red. Frąckowiaka W., PWE, Warszawa 1998, s. 223.

⁴ Cornell B.: *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*. Liber, Warszawa 1999, s. 45.

synergia pojawia się w opracowaniach z dziedziny zarządzania, czy też finansów. W wielu przypadkach pojęcie to jest podawane jako przesłanka podjęcia decyzji o łączeniu się przedsiębiorstw. Czym więc jest synergia?

The Concise Oxford Dictionary² definiuje synergicę/współdziałanie jako interakcję lub współpracę dwóch lub więcej elementów, w celu osiągnięcia nowego lub wzmocnionego efektu, w odniesieniu do sumy ich efektów indywidualnych. W tym kontekście synergia przedstawiana jest jako $2 + 2 = 5$.

Termin „efekt synergii” trwale wzbogacił język ekonomiczny. Konsekwencją tego jest konieczność podejmowania prób jego zmierzania. Jak słusznie podkreśla R.S. Kaplan w wielu publikacjach: „jeśli czegoś nie można zmierzyć, to nie można tym zarządzać”. Wynika z tego, że definicja synergii powinna być „operacyjna”, czyli umożliwiać takie zidentyfikowanie tej kategorii ekonomicznej, które stanowiłyby podstawę określenia metod jej pomiaru gwarantujących odpowiednią jakość informacji uzyskiwanych w ich wyniku, stanowiących podstawę dalszych analiz i ocen.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, efekt synergii w przedsiębiorstwach połączonych można zdefiniować jako takie zmiany w majątku, źródłach finansowania, wyniku finansowym oraz przepływach środków pieniężnych grup kapitałowych powstałych w wyniku fuzji, których nie byłoby, gdyby przedsiębiorstwa połączone działały nadal niezależnie.

3. Pomiary efektywności fuzji – Globalny Efekt Synergii (GSE)

Nie ulega wątpliwości, że podstawowe znaczenie w procesie ewentualnego pomiaru efektu synergii ma jego wpływ na wartość majątku w przedsiębiorstwie nowopowstałym, czym zainteresowani są przede wszystkim akcjonariusze oraz menedżerowie.

Syntetyczne spojrzenie na efekt synergii z punktu widzenia akcjonariuszy/udziałowców i menedżerów pozwala na wyróżnienie globalnego efektu synergii. Globalny Efekt Synergii (GES) można zdefiniować jako różnicę pomiędzy wartością połączonej firmy i sumą wartości firm przed połączeniem. Może on być mierzony wg wzoru:

$$GES_n = Wppf_n - Wppk$$

¹ Gaughan P. A.: *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. John Wiley & Sons, New York 1996, s. 50.

² The Concise Oxford Dictionary. Oxford University Press, Oxford 1996, s. 1413.

wrażenie jej ograniczonej użyteczności. Tymczasem może ona stanowić źródło dodatkowych informacji przy stosowaniu innych metod wyceny, a w szczególności metod wyceny wielokrotnej⁵, polegających na obliczaniu odpowiednich mnożników.

Do najczęściej stosowanych mnożników rynkowych należą:

- relacja cen i zysków (price-earnings czyli tzw. P/E),
- stopa dywidendy.

4.1.1.1. Metoda mnożnika cenowo-dochodowego (P/E)

Mnożnik P/E stanowi relację ceny (P), jaką należy zapłacić za udział/akcję w danym przedsiębiorstwie, do zysków (E) przypadających na ten udział w danym okresie obrachunkowym. Relacja ta P/E jest jednym z podstawowych wskaźników oceny papierów wartościowych na rynku kapitałowym⁶. Wartość jednostki określona zostaje przez rynkową wartość kapitału przynoszącego określony dochód, obliczoną w dniu wyceny kursów papierów wartościowych podobnych przedsiębiorstw. Wycena przeprowadzona w ten sposób określa górną granicę ceny, jaką jest skłonny zapłacić nabywca (inwestor) za wyceniane przedsiębiorstwo.

W przypadku wyceny przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie wykorzystanie metody P/E polega na znalezieniu w tej samej gałęzi przemysłu (gospodarki) podmiotu, który byłby porównywalny co do wielkości i charakteru produkcji oraz wielkości sprzedaży, a ponadto wykazywał zbliżone wyniki ekonomiczne. Umożliwia to odniesienie wartości wycenianego przedsiębiorstwa do wartości przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie.

Relację wyraża poniższe równanie:

$$W = Z * P/E$$

gdzie:

- W – poszukiwana wartość udziału lub całego przedsiębiorstwa,
- Z – zysk przypadający na udział lub całkowity roczny zysk przedsiębiorstwa,
- P/E – relacja stanowiąca wskaźnik ceny papierów wartościowych na rynku kapitałowym.

⁵ Metody te często nazywane są metodami wyceny złożonej, mnożnikowymi lub rynkowymi.

⁶ W odniesieniu do przedsiębiorstw notowanych na giełdzie wskaźnik ten jest codziennie publikowany w standardowych sprawozdaniach z rynku papierów wartościowych, np. w „Financial Times”, czy „Wall Street Journal”.

Metoda ta umożliwia prawie dokładne określenie wartości przedsiębiorstwa, pod warunkiem jednak, iż podmioty gospodarce wyceniane i bazowe mają rzeczywiście podobne wyniki i ich sytuacja finansowa jest zbliżona. Porównywalność ta powinna dotyczyć wielkości przedsiębiorstwa, rodzaju produkcji, wielkości sprzedaży, poziomu kosztów i zysków, stopnia zadłużenia, technicznych, ekonomicznych i organizacyjnych warunków funkcjonowania.

Należy tu wspomnieć, iż wielkość wskaźnika P/E⁷ zależy od czynników kształtujących pozycję przedsiębiorstwa na rynku a także. Jest on także podatny na spekulacyjne oddziaływanie giełdy i wpływ koniunktury, co może wpłynąć niekorzystnie na wycenę przedsiębiorstwa. W związku z tym niezbędna jest długotrwała obserwacja i analiza kształtowania się jego poziomu w większej ilości podobnych przedsiębiorstw oraz weryfikacja tego wskaźnika, poprzez porównanie go ze zmianami innych wskaźników (np. relacja ceny do wartości księgowej, ceny do przepływów pieniężnych itp.)

4.1.2. Metody wyceny na podstawie dywidendy

Metoda ta wykazuje pewne podobieństwa do metody opartej na mnożniku P/E, ponieważ również tutaj wartość udziałów w przedsiębiorstwie określana jest w oparciu o bieżący kurs akcji. Wartość podmiotu gospodarczego wyceńnianego tą metodą stanowi iloraz rocznej dywidendy przypadającej na udział i stopy dywidendy rozumianej jako relacja dywidendy przypadającej na akcję/udział do rynkowej ceny tego udziału⁸.

$$W = \frac{D}{D_{rc}}$$

⁷ Poziom tego wskaźnika zmienia się, zarówno pod wpływem rynku papierów wartościowych, jak i pod wpływem czynników leżących po stronie samego przedsiębiorstwa. Wysoki poziom wskaźnika P/E może oznaczać:

- przewidywaną kontynuację wysokiego wzrostu zysków z akcji,
- w przypadku relatywnie niskich zysków w niedalekiej przyszłości oczekiwany powrót przedsiębiorstwa do „normalnego” poziomu zysków,
- wzrost cen akcji związanych z próbą przejęcia przedsiębiorstwa,
- opinię o przedsiębiorstwie jako pewnej lokaty kapitału, co mimo relatywnie niskiej stopy zysków i dywidendy może jednak powodować wzrost popytu na jego akcje.

Natomiast niski poziom P/E może wskazywać na:

- straty i pogorszenie warunków działania w przyszłości,
- oczekiwany spadek cen akcji przedsiębiorstwa np. z osłabieniem koniunktury w branży lub na rynkach, na których działa podmiot.

Por. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 223.

⁸ Wartość ta, podobnie jak wskaźnik P/E publikowana jest w sprawozdaniach giełdowych.

gdzie:

D – roczna dywidenda,

D_{TC} – stopa dywidendy.

Wycena ta ma charakter statyczny, gdyż nie uwzględnia zmian wielkości dywidendy w przyszłości. Aby wycenić przedsiębiorstwa nie notowane na giełdzie wykorzystuje się mnożniki podobnych podmiotów giełdowych. Trzeba jednak zwrócić szczególną uwagę na porównywalność w zakresie podziału zysku na część akumulowaną i część dzieloną pomiędzy akcjonariuszy.

Do omawianej grupy zalicza się również metodę zwaną modelem stałego wzrostu (Constant Growth Model), która w przeciwieństwie do poprzednio omawianego sposobu wyceny uwzględnia prawdopodobny stały, wzrost dywidendy w przyszłości. Uproszczony sposób obliczania wartości udziału dokonywany jest za pomocą formuły:

$$K = \frac{DIV_1}{K_T \cdot g_c}$$

gdzie:

DIV_1 – aktualna wartość dywidendy przypadająca na jedną akcję,

K_T – wymagana stopa zwrotu,

g_c – założony wzrost wartości dywidendy.

Model stałego wzrostu ma przewagę nad metodami omówionymi wcześniej, tzn. mnożnikiem cenowo-dochodowym i wycenę opartej na wartości dywidendy, albowiem działalność przedsiębiorstwa ujmowana jest przy uwzględnieniu założonej dynamiki rozwoju. Uwzględnia się przyszłe skutki jego rozwoju (wzrost dywidendy) oraz ocenia ryzyko inwestycji, nie pozostające bez wpływu na stopę dywidendy. Trafne określenie wyżej wymienionych wielkości zależy od znajomości przewidywanej koniunktury na rynku przez dokonującego wycenę.

4.2. Metoda oparta na wartości księgowej

Wycena przedsiębiorstw w oparciu o wartość ich aktywów jest historycznie najstarszą i najbardziej rozpowszechnioną metodą, pozwalającą uzyskać w sposób szybki i łatwy informacje o wartości majątku przedsiębiorstwa. Punktem wyjścia do ustalenia zakresu rzeczowego wyceny jest bilans przedsiębiorstwa, który odzwierciedla historyczne dane prezentowane zgodnie z obowiązującymi w danym kraju zasadami rachunkowości i polityką w tym zakresie przyjętą w danym przedsiębiorstwie.

„Zgodnie z tą metodą wartość przedsiębiorstwa to prezentowana w bilansie wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, będąca różnicą między sumą aktywów ogółem, a kapitałem obcym”⁹. Wielkość ta wyznacza kwotę pieniężną, jaka pozostaje do dyspozycji właścicieli jednostki.

$$\text{Wartość przedsiębiorstwa} = \text{Wartość majątku trwałego i obrotowego} - \text{Zobowiązania}$$

Zaletą tej metody jest szybkość, prostota i jednoznaczność uzyskanych wyników. Główną wadą jest natomiast to, że traktuje ona przedsiębiorstwo jako sumę składników jego majątku, nie biorąc po uwagę powiązania majątku przedsiębiorstwa z innymi niematerialnymi jego składnikami np. kwalifikacjami pracowników, powiązaniami rynkowymi, reputacją itp. Wartość przedsiębiorstwa ustalona w ten sposób zwykle nie oddaje jego rzeczywistej wartości rynkowej, a zwłaszcza potencjału do generowania zysku, co ściśle zależy od stanu gospodarki, w której działa wyceniane przedsiębiorstwo. Ponadto wartość rynkowa aktywów niematerialnych takich jak licencje, patenty, znaki towarowe, może istotnie odbiegać od ich wartości wykazanej w bilansie.

Dodatkową komplikacją jest fakt, że wartość księgowa aktywów oparta jest na cenach historycznych i nie uwzględnia inflacji. Jest to szczególnie ważne w gospodarkach wysokoinflacyjnych. Wartości bilansowe (księgowe) poszczególnych składników aktywów i pasywów odzwierciedlają tylko koszty historyczne ich nabycia nie uwzględniając zmian siły nabywczej pieniądza, jakie nastąpiły od chwili wprowadzenia danego składnika bilansu do ksiąg handlowych, do momentu sporządzenia wyceny metodą opartą na wartości księgowej.

Istotnym czynnikiem zakłócającym wiarygodność prostego podejścia bilansowego jest różnica między wartością księgową, a rzeczywistą wartością przedsiębiorstwa. Z powyższych powodów wycena księgowej wartości aktywów netto ma charakter informacyjny i stanowi zwykle punkt wyjścia wyceny przy zastosowaniu innych metod.

4.3. Metody oparte na zdyskontowanych strumieniach pieniężnych

Istotą tych metod jest powiązanie wartości przedsiębiorstwa w momencie wyceny z dochodami, jakie będzie ono generować w przyszłości¹⁰. Aby określić wartość podmiotu gospodarczego na podstawie jego przyszłych dochodów

⁹ Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw..., op. cit., s. 223.

¹⁰ Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw. Borowieckiego. R. [red.]. TNOiK, Warszawa 1993, s. 80.

należy zastosować dyskonto, które pozwala ustalić teraźniejszą wartość przyszłych strumieni pieniężnych, czyli dochodów, wydatków, zysków, należności, zobowiązań itp. występujących w kolejnych latach poddanych analizie. Ustalenie wartości przedsiębiorstwa tą metodą wymaga rozwiązania trzech podstawowych problemów:

- skonstruowania prognozy strumieni pieniężnych, sporządzonej na podstawie analizy finansowo-ekonomicznej z ostatnich kilku lat oraz planów przedsiębiorstwa, przy uwzględnieniu przyszłych zdarzeń natury mikro-i makroekonomicznej. Okres prognozy zależy od przewidywanego przebiegu działalności przedsiębiorstwa. Dla przedsiębiorstw nie przewidujących nadzwyczajnych zmian w trendach kształtowania się przepływów pieniężnych (cash flow) okres prognozy wyznacza się na ogół na 5–10 lat;
- określenia wartości wymaganej stopy zwrotu (dyskonta) pozwalającej ustalić teraźniejszą wartość przyszłych strumieni pieniężnych tj. dochodów, wydatków, zysków, zasobów gotówkowych, należności, zobowiązań itp., występujących w kolejnych latach lub w całym okresie poddanym analizie¹¹;
- określenia wartości końcowej – rezydualnej – czyli tej, którą będzie można uzyskać sprzedając przedsiębiorstwo w końcowym momencie szacowania przepływu gotówki. Najczęściej do określenia wartości rezydualnej stosuje się metodę kapitalizacji dochodu oraz metodę mnożników rynkowych. Towarzyszy temu założenie, że zysk, względnie cash

¹¹ Określenie poziomu stopy dyskontowej ma niezwykle istotne znaczenie dla prawidłowej oceny wartości przedsiębiorstwa. Do podstawowych determinant określających omawianą wielkość należą:

- koszt kapitału,
 - premia ryzyka inwestowania.
- Jak ważny jest właściwy dobór stopy dyskonta potowej wyrażają funkcje, które ona spełnia a mianowicie:
- umożliwia porównanie dochodów uzyskiwanych w różnych okresach w przyszłości,
 - umożliwia nabywcom porównanie wartości przedsiębiorstwa z innymi alternatywnymi lokatami kapitałowymi.
- Dla inwestora wymagana stopa zwrotu z danego przedsięwzięcia składa się z dwóch czynników:
- bezryzykownej stopy zwrotu odpowiadającej lokacie np. w obligacje rządowe (jest to tzw. wielkość bazowa),
 - premii za ryzyko, która jest uzależniona od stanu koniunktury i oczekiwań, co do kierunków jej zmian oraz specyfiki danego przedsiębiorstwa.

flow obliczony dla ostatniego roku prognozy pozostanie stały lub będzie się corocznie powiększał o stałą stopę wzrostu¹².

W związku z założeniem wyżej wymienionej metody wyceny, polegającym na tym, że przedsiębiorstwo jest towarem na rynku kapitałowym, który jest nabywany w celu przyniesienia właścicielowi korzyści finansowych przyszłości, wartość przedsiębiorstwa należy aktualizować na dzień wyceny za pomocą dyskonta.

Formułę wartości dochodowej wyraża wzór:

$$PV = S D t / (1 + r)^t + ReV / (1 + r)^n$$

gdzie:

- PV – zaktualizowana wartość przedsiębiorstwa,
- D – wielkość przewidywanych rocznych dochodów netto (lub zysków netto powiększonych o amortyzację, przepływy pieniężne – cash flow) w kolejnych latach,
- t – kolejne lata działalności przedsiębiorstwa,
- ReV – wartość rezydualna przedsiębiorstwa (jej pojawienie się jest spowodowane tym, że po okresie projekcji – stosunkowo krótkim – przedsiębiorstwo nadal istnieje i prowadzi swoją działalność),
- r – stopa kapitalizacji, dyskonta – wyrażająca minimalną rentowność, przy której inwestorzy są skłonni zaangażować własny kapitał w dane przedsiębiorstwo (jest to wielkość specyficzna dla konkretnego projektu, a nie uniwersalna dla całego rynku inwestycyjnego).

Zgodnie z powyższą formułą wartość przedsiębiorstwa jest zaktualizowaną na dzień wyceny sumą dochodów netto, jakie przedsiębiorstwo to przyniesie właścicielowi w okresie dysponowania zdolnością do ich generowania, powiększoną o zdyskontowaną wartość rezydualną, jaką będzie ono reprezentowało po okresie objętym prognozą.

Jeżeli okres jest skrócony ze względu na niesprzyjające warunki rynkowe (inflacja, niestabilność gospodarcza), to dla określenia wartości rezydualnej, stosuje się metody mnożnikowe, głównie mnożnik cenowo-dochodowy:

¹² Obliczoną wartość rezydualną aktualizuje się na dzień wyceny, używając czynnika dyskontującego z ostatniego roku prognozy.

$$ReV = Z_n * P/E$$

gdzie:

ReV – wartość rezydualna przedsiębiorstwa,

Z_n – zysk w roku n,

P/E – mnożnik cenowo-dochodowy.

W przypadku planowania likwidacji przedsiębiorstwa po okresie, dla którego dokonuje się prognozy, wtedy wartość rezydualna wyraża się za pomocą zdyskontowanej wartości księgowej lub likwidacyjnej.

Metody oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych są bardzo pracochłonne i kosztowne. Nie uwzględniają one także zwiększającego się stopnia ryzyka zmian warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa wraz z wydłu-

Tabela 1

Ocena metod wyceny

Metoda wyceny w oparciu o	Zalety	Wady
wartość giełdową	<ul style="list-style-type: none"> prostota pomiaru szybkość pomiaru niskie koszty 	<ul style="list-style-type: none"> wrażliwość na spekulacyjne oddziaływanie giełdy i wpływ koniunktury możliwość stosowania tylko w przypadku spółek giełdowych ograniczone wykorzystanie w przypadku podmiotów niegiełdowych wynikające z konieczności doboru odpowiednich baz porównawczych wrażliwość wskaźnika P/E na spekulacyjne oddziaływanie giełdy i wpływ koniunktury nie uwzględnianie zmian zysków w czasie
dywidendę	<ul style="list-style-type: none"> prostota pomiaru szybkość pomiaru niskie koszty istota z punktu widzenia akcjonariuszy, gdyż jest uśredniona na maksymalizację stopy zwrotu 	<ul style="list-style-type: none"> stosowanie jest możliwe tylko w warunkach rozwiniętego rynku kapitałowego podatność na wpływ koniunktury
wartość księgową	<ul style="list-style-type: none"> obiektywne i przejrzyste zasady wyceny prostota pomiaru niskie koszty 	<ul style="list-style-type: none"> abstrahowanie od produktywności poszczególnych składników majątku oparcie na cenach historycznych nie uwzględnienie zmienności w czasie środków trwałych wynik pomiaru może być zniekształcony w skutek znacznych różnic w zasadach wyceny bilansowej w przedsiębiorstwach łączących się
zdyskontowane przepływy pieniężne	<ul style="list-style-type: none"> duża dokładność pomiaru w porównaniu z innymi metodami 	<ul style="list-style-type: none"> pracochłoność nie uwzględnianie zwiększającego się stopnia ryzyka zmian warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa wraz z wydłużaniem się okresu prognozy

Źródło: opracowanie własne.

żaniem się okresu prognozy. Szersze ich stosowanie stanie się możliwe w Polsce dopiero w miarę rozwoju rynku kapitałowego.

Każda z rozważanych powyżej metod wyceny posiada zarówno zalety jak i wady, co obrazuje tabela 1. Możliwość zastosowania poszczególnych z nich wiąże się jednak z określonym ryzykiem pomiaru, które należy wziąć pod uwagę dokonując wyboru określonej metody wyceny, jak również uwzględnić go w analizie i ocenie Globalnego Efektu Synergii.

5. Zakończenie

- Połączenia przedsiębiorstw stają się trwałym elementem gospodarki.
- Decyzja o połączeniu zawsze powinna być poprzedzona wnikliwą analizą łączących się podmiotów/kandydatów do połączenia.
- Najczęściej połączenie ma na celu uzyskanie nowych lub wzmocnionych efektów działania nowopowstałej jednostki, w stosunku do efektów indywidualnych osiąganych przez poszczególne przedsiębiorstwa przed połączeniem, czyli osiągnięcie efektu synergii.
- Spojrzenie na efekt synergii z punktu widzenia akcjonariuszy/udziałowców i menedżerów pozwala na wyróżnienie Globalnego Efektu Synergii
- Globalny Efekt Synergii (GES) to różnica pomiędzy wartością połączonej firmy i sumą wartości firm przed połączeniem. Na prawidłowy jego pomiar ma wpływ rzetelność wycen: przedsiębiorstwa połączonego oraz przedsiębiorstw przed połączeniem.
- Wybór metody wyceny zależy od dostępności informacji oraz subiektywnej decyzji w tym zakresie podjętej przez osobę przeprowadzającą badanie. Dokonując wyboru metody wyceny, należy pamiętać o ryzyku, z jakim związane jest wykorzystanie danej metody wyceny. Najczęściej wykorzystuje się metody: kapitalizacji giełdowej, wartości księgowej oraz zdyskontowanych przepływów pieniężnych.
- Liczba okresów, jak również ich długość (kwartał, półrocze, rok), które mogą być brane pod uwagę w pomiarze i ocenie efektu synergii, zależy od przeprowadzającego pomiar.

Literatura

1. B. Cornell. *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*. Liber, Warszawa 1999.
2. Campbell A., Gould M.: *Synergy – why links between business units often fail and how to make them work*. CAPSTONE, Oxford 1998.

3. Damodaran A.: *Damodaran on valuation - Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, New York 1994.
4. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Frąckowiak W. [red.]. PWE, Warszawa 1998.
5. Gaughan P.A.: *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. John Wiley & Sons, New York 1996.
6. *The Concise Oxford Dictionary*. Oxford University Press, Oxford 1996
7. *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*. Borowiecki R. [red.]. TNOiK, Warszawa 1993.

dr Agnieszka Herdan
Katedra Rachunkowości Finansowej
Akademia Ekonomiczna w Krakowie

Streszczenie

Globalizacja gospodarki światowej spowodowała, że procesy koncentracji kapitału przybierają na sile. Przejawia się to przede wszystkim w nasileniu się procesów łączenia się podmiotów gospodarczych. Podstawowym pytaniem, jakie stawiają sobie uczestnicy tych procesów to: w jaki sposób zmierzyć czy w wyniku fuzji został wywołany efekt synergii, który jest najczęściej celem połączenia. Celem artykułu jest przedstawienie możliwości pomiaru efektu fuzji w oparciu o Globalny Efekt Synergii (GES), który dokonywany jest przy wykorzystaniu różnych metod wyceny.

THE GLOBAL SYNERGY EFFECT - THE WAY OF THE MERGER EFFECTCENCY MEASUREMENT

Summary

The globalization of the world economy resulted in a rapid increase of the capital concentration processes. Looking at the business section of any newspapers one can observe the feverish pace at which mergers, acquisitions and alliances are occurring. The great issue: does the synergy effect occur in the merger process and how to measure it in the business is in question. The purpose of the article is to present the possibility of measurement of the merger effect as a Global Synergy Effect (GSE), which is based on the different valuation method.

BARBARA KARCZ

FORMY KONSOLIDACJI SYSTEMU BANKOWEGO W POLSCE NA PRZYKŁADZIE BANKÓW KOMERCYJNYCH

Cechą charakterystyczną współczesnej gospodarki są konsolidacje i fuzje, a w odniesieniu do sektora finansowego jest to również związane z globalizacją usług. Jedną z sił napędowych tych procesów jest rosnąca konkurencja między instytucjami finansowymi i bankami, a także ograniczenie ochrony własnego rynku.

Dysponując kapitałem, banki są w stanie dokonywać znaczących inwestycji w technologie, przejmować inne instytucje oraz rozszerzać zakres usług. Obecnie czołówka banków w Polsce to w dużej mierze grupy kapitałowe instytucji finansowych i banków, które powstały w ostatnich latach w wyniku prywatyzacji oraz fuzji i przejęć.

Celem doniesienia jest przedstawienie głównych przemian jakie nastąpiły w polskim sektorze bankowym, w związku z dostosowaniem go do wymogów gospodarki rynkowej.

1. Zmiany strukturalne sektora bankowego

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych Polska przebudowała swój system bankowy dostosowując go do wymogów gospodarki rynkowej. Prawo bankowe dało podstawy prawne tworzenia różnego typu banków, zróżnicowanych zarówno pod względem formy własności jak i rodzaju działalności. Minimalny próg kapitału wymagany przy zakładaniu nowego banku w 1989 roku wynosił 600 tysięcy PLN, jego podniesienie ujawniło słabość kapitałową wielu banków, część z nich nie była w stanie podnieść kapitału własnego do tego poziomu.

Początek lat dziewięćdziesiątych charakteryzował również wzrost złych długów. Wiele z nich utraciło wypłacalność i zawiesiło swoją działalność. Zjawiska te ujawniły potrzebę zrestrukturyzowania polskiego systemu bankowego i rozwiązywania jego podstawowych problemów. Dlatego szczególne znaczenie